

---

# Europa no necesita subir mucho más sus tipos de interés

---

Renta variable europea | Marzo de 2023

---



**Paul Doyle**

Director de Renta Variable Europea de Gran Capitalización

- **Europa actuó con rapidez para reducir su dependencia de la energía rusa y la inflación ha disminuido, y no volverá a los niveles anteriores.**
- **En Europa han aparecido «brotes verdes» con una demanda potencial significativa de bienes duraderos, pero las señales son dispares.**
- **No preveemos que el Banco Central Europeo vaya a subir los tipos tanto como espera el mercado, y las cotizaciones bursátiles siguen presentando potencial alcista.**

Dicen que la necesidad aguza el ingenio y, en efecto, Europa ha actuado con rapidez para reducir su dependencia del gas ruso. Ante las tremendas subidas de los precios, los hogares han bajado sus termostatos para consumir menos energía y las empresas mantienen la producción quemando menos gas. Por otra parte, la suerte ha acompañado a Europa en forma de un invierno suave. Para abordar los retos de suministro, Alemania ha construido sus primeras cinco terminales de gas natural licuado (LNG)<sup>1</sup> y, por primera vez, el gas procedente de Noruega está fluyendo hacia Polonia<sup>2</sup>.

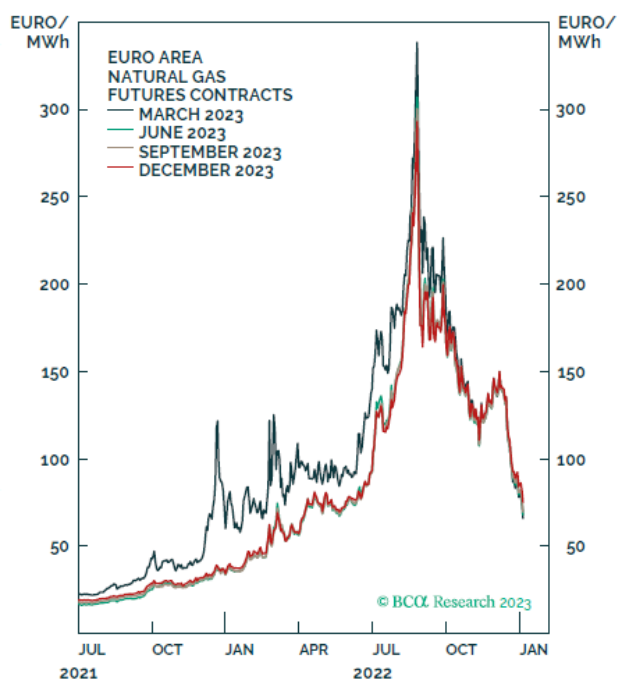
En el contexto de remisión de una crisis inmediata, los precios del gas se han desplomado (Gráfico 1), lo que ha provocado un descenso de la inflación y un aumento de la confianza empresarial (dos buenas noticias para las acciones). La inflación europea fue el resultado de unas restricciones de suministro relacionadas con la pandemia y exacerbadas por los efectos de la guerra de Ucrania. Preveemos una moderación de la inflación de los precios de consumo hasta el 3%-4% a finales de año, lo que favorecerá a la economía europea.

---

<sup>1</sup> Reuters, «Germany says fifth floating LNG terminal to be built by end of 2022», 19 de julio de 2022

<sup>2</sup> Euronews, «Norway-Poland gas pipeline opens in key move to cut dependency on Russia», 27 de septiembre de 2022

Gráfico 1: Precios del gas natural en la zona euro



Fuente: Intercontinental Exchange, Ice Futures Limited, enero de 2023

A más largo plazo, creemos que la inflación no regresará a los niveles del 2% a los que nos hemos acostumbrado en los últimos 20 años, sino que permanecerá cerca del 4%. ¿Los motivos? Entre otros, la escasez de materias primas después de varios años de reducida inversión en activo fijo, la reapertura de la economía china ante la remisión de la pandemia de coronavirus, el envejecimiento de la población europea, las subvenciones europeas a la transición ecológica, la desglobalización y las tensiones militares en Europa. Todo ello contribuirá a una subida de los rendimientos de la deuda, a una mayor volatilidad del mercado y, por consiguiente, a unos múltiplos PER más bajos que en el pasado más reciente.

### Señales dispares sobre la fortaleza de la economía

En Europa han aparecido «brotos verdes», pero las señales son dispares. El mejor indicador adelantado es la oferta monetaria, que parece que seguirá reduciéndose. Si, como prevemos, la inflación disminuye, la demanda repuntará. Se observa una significativa demanda potencial de bienes duraderos en Europa, a diferencia de Estados Unidos, donde la demanda ya es más elevada que antes de la pandemia de la COVID.

Otro aspecto positivo es el fin de la política de «Covid cero» en China. Europa dirige el 8% de sus ventas a China<sup>3</sup>, por lo que solo queda por detrás del sudeste asiático en este frente. Conforme se reducen los contagios en China, los consumidores reinician sus viajes y, por lo tanto, gastarán más. Los problemas de la cadena de suministro remitirán y el incremento de la

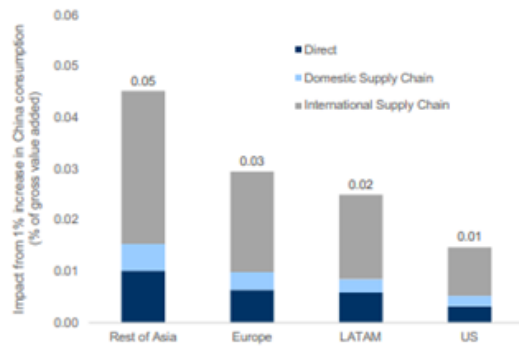
<sup>3</sup> Morgan Stanley Research, junio de 2022

demanda china reducirá la presión para devaluar el renminbi. Este es otro punto a favor de Europa.

Los sectores europeos más expuestos a China son los semiconductores, los materiales, los artículos de lujo, la energía y el automóvil. China representa una cuarta parte de la demanda de semiconductores y un 16% de la de artículos de lujo<sup>4</sup>.

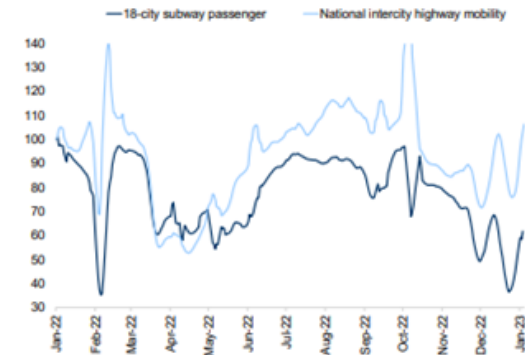
Gráfico 2: China en cuatro gráficos

**Exhibit 1: The European economy is more exposed to a China consumption recovery than other non-Asia regions**



Source: WID, Morgan Stanley Research; Note: Gross value added (GVA) assesses the output of an economy, based on the production approach of the national accounting system, and the sum of GVA plus taxes on products minus subsidies on products is equal to GDP.

**Exhibit 2: Mobility metrics are starting to recover across China**



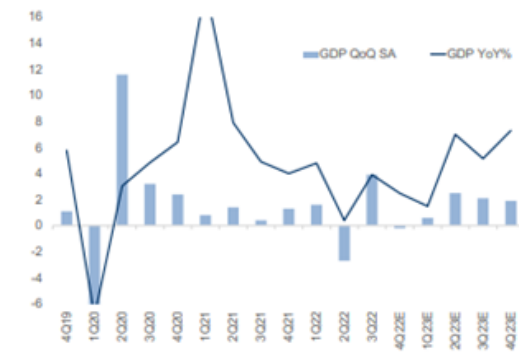
Source: CEIC, WIND, Morgan Stanley Research

**Exhibit 3: We forecast a sharp recovery in China household consumption in 2023 ...**



Source: NBS, Morgan Stanley Research Estimates (E)

**Exhibit 4: ... with GDP growth picking up sharply from 2Q onwards**



Source: NBS, Morgan Stanley Research Estimates (E)

Fuente: Cálculos de Morgan Stanley Research, enero de 2023

**Descuento de valoración récord**

En cuanto a la renta variable, las valoraciones (incluidas las de Europa) parecen razonables tras los descensos de 2022. El descuento de valoración de Europa respecto a Estados Unidos es el mayor de la historia. Los PER basados en los beneficios de los próximos 12 meses son

<sup>4</sup> Morgan Stanley Research, junio de 2022

de 10x en Europa y de 17x en Estados Unidos<sup>5</sup>. Puede que las empresas estadounidenses sean más rentables que otras, pero el fortalecimiento de China y el debilitamiento del dólar estadounidense impulsarán las valoraciones fuera de Estados Unidos.

En el caso improbable de que las acciones europeas bajen este año, el motivo será la compresión de los beneficios.

### **En Estados Unidos la situación es diferente**

El tipo de interés neutral es el tipo de interés equivalente a la inversión realizada por un país con su ahorro. Cualquier cosa que reduzca el ahorro o eleve la inversión hará subir el tipo de interés neutral. El más alto es el de Estados Unidos, lo que significa que la economía estadounidense puede resistir mejor que otros países unos tipos de interés más elevados.

En Estados Unidos, el tipo de interés neutral es bajo desde la crisis financiera mundial: los hogares y las empresas han venido reembolsando su deuda, y el exceso de ahorro consiguiente ha reducido el precio del dinero. La globalización y el ahorro excesivo en el resto del mundo acentuaron esa situación. Esas tendencias se están invirtiendo en este momento, de modo que el tipo de interés neutral está subiendo. El envejecimiento demográfico eleva la tasa de dependencia, es decir, la proporción de personas que no trabajan respecto a las que trabajan. Por consiguiente, la producción descenderá en relación con el gasto, lo que constituye una circunstancia inflacionista.

Los costes financieros del gobierno estadounidense aumentarán, igual que los de otros gobiernos, quizá hasta los niveles de principios de la década de 1990. A más largo plazo, un mayor coste del capital reducirá el riesgo sistémico de las economías y los mercados de capitales, ya que el apalancamiento y la asignación inadecuada del capital se verán penalizados. Por otra parte, la guerra de Ucrania probablemente acelerará la inversión en energías renovables, lo que impulsará la productividad en Europa.

A corto plazo, persisten los riesgos sobre los precios de los activos estadounidenses (acciones y bonos) ya que la desaceleración de la inflación impulsa los salarios reales. El crecimiento de los salarios nominales ralentizará la inflación en un contexto de mercado laboral estadounidense ajustado. Las subidas de los salarios reales impulsan el gasto del consumidor, por lo que la economía podría sobrecalentarse, una situación que sería peligrosa porque obligaría a la Reserva Federal estadounidense a volver a subir los tipos y las acciones no responderían bien.

### **Descienden los riesgos de inflación**

No prevemos que el Banco Central Europeo vaya a subir los tipos tanto como espera el mercado. El tipo de interés neutral de Europa es mucho más bajo que el de Estados Unidos. La economía europea está demasiado frágil para soportar unas subidas de tipos como las practicadas por la Fed. El tipo de interés neutral real de Alemania gira en torno a cero, y el de Italia es negativo. Alemania podría soportar tipos del 2,5%; Italia, no.

En suma, la inflación en Europa se debió a un *shock* del lado de la oferta, pero se ha evitado una espiral de salarios/precios. Europa no necesita subir sus tipos demasiado, lo que significa que los precios de las acciones presentan potencial alcista.

---

<sup>5</sup> Bloomberg, a febrero de 2023



### **Información importante**

**Exclusivamente para uso de clientes profesionales y/o tipos de inversores equivalentes en su jurisdicción (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos).**

**Con fines publicitarios.**

Este documento se ofrece exclusivamente con fines informativos y no debe considerarse representativo de ninguna inversión en particular. No debe interpretarse ni como una oferta o una invitación para la compraventa de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. Invertir implica un riesgo, incluyendo el riesgo de pérdida de capital. Su capital está sujeto a riesgos. El riesgo de mercado puede afectar a un emisor, un sector económico o una industria en concreto o al mercado en su conjunto. El valor de las inversiones no está garantizado y, por lo tanto, los inversores podrían no recuperar el importe inicialmente invertido. La inversión internacional conlleva ciertos riesgos y volatilidad por la posible inestabilidad política, económica o cambiaria, así como por las diferentes normas financieras y contables. Los valores que se incluyen aquí obedecen exclusivamente a fines ilustrativos, están sujetos a cambios y no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta. Los valores que se mencionan pueden o no resultar rentables. Las opiniones se expresan en la fecha indicada, pueden verse alteradas con arreglo a la evolución de la coyuntura del mercado u otras condiciones y pueden diferir de las opiniones ofrecidas por otras entidades asociadas o afiliadas de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Las decisiones de inversión o las inversiones efectivamente realizadas por Columbia Threadneedle y sus filiales, ya sea por cuenta propia o en nombre de los clientes, podrían no reflejar necesariamente las opiniones expresadas. Esta información no tiene como finalidad prestar asesoramiento de inversión y no tiene en cuenta las circunstancias específicas de los inversores. Las decisiones de inversión deben adoptarse siempre en función de las necesidades financieras, los objetivos, las metas, el horizonte temporal y la tolerancia al riesgo del inversor en cuestión. Las clases de activos descritas podrían no resultar adecuadas para todos los inversores. La rentabilidad histórica no garantiza los resultados futuros y ninguna previsión debe considerarse garantía de rentabilidad. La información y las opiniones proporcionadas por terceros han sido recabadas de fuentes consideradas fidedignas, aunque no se puede garantizar ni su exactitud ni su integridad. Ni este documento ni su contenido han sido revisados por ninguna autoridad reguladora.

Publicado por Threadneedle Management Luxembourg S.A., sociedad inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (R.C.S.) con el número B 110242, y/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., entidad regulada por la Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM), registrada con el número 08068841.

Este documento lo podrá facilitar una empresa afiliada que también forme parte del grupo de sociedades Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited en el Reino Unido; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regulada por la Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM), registrada con el número 08068841.

**Columbia Threadneedle Investments es la marca global del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle.**

[columbiathreadneedle.com](http://columbiathreadneedle.com)